

2025Q3 利润端达激励目标，看好未来成长

齐心集团(002301)

评级:	买入	股票代码:	002301
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	10.9 / 5.71
目标价格:		总市值(亿)	46.16
最新收盘价:	6.4	自由流通市值(亿)	45.95
		自由流通股数(百万)	717.99

事件概述

近日公司发布 2025 年三季报，2025 前三季度公司实现营收 77.29 亿元，同比-7.94%；归母净利润 1.40 亿元，同比-11.45%；扣非后净利为 1.35 亿元，同比-14.43%。2025Q3 公司实现营收 29.56 亿元，同比-13.02%；实现归母净利润 0.53 亿元，同比-17.08%；扣非后归母净利润为 0.55 亿元，同比-16.05%。

分析判断：

► 2B 业务：办公集采稳健恢复，协同效应助力 MRO 提升打开增长点

随着政企客户采购需求的正常化，办公集采业务有望稳健恢复。公司是 B2B 办公集采领域的先行者，经过多年培育和沉淀，公司通过高效的数字化运营平台体系，积累了深厚的垂直行业服务经验和大客户项目履历，聚焦 8 万多家优质客户资源，赢得了 200 多家头部大型客户的信赖，目前在 100 家央企中已服务超 60 家。公司在多年履约服务中已逐渐建立起了良好业务粘性与密切合作关系，在竞争格局中保持领先地位。未来随着数字化市场规模逐步扩大，集采渗透率进一步提升，规模效应日渐突显，数字化集采业务收入利润有望更稳健持续发展。

MRO 和办公集采业务的客户重叠率较高，市场成熟度较高，MRO 存量客户很多为前期办公用品数字化采购业务积累而来，因其业务共通性、兼容性和可复制性，公司在办公集采方面积累的客户资源、平台设施、项目经验、供应链资源等优势可顺畅助力 MRO 业务的提升。截至目前公司 MRO 业务已服务多家大型企业客户，如国家电网、南方电网、中国华能、航天科工、国铁集团等企业客户，2025H1 新增开拓中核集团、南水北调、哈电器等项目，我们看好公司 MRO 业务在下游客户中的持续渗透提升。

► “国潮文创”赋能发力自主品牌，海外布局谋求长期可持续发展

齐心自有品牌坚持“以用户为核心”，精准把握消费需求变化趋势，致力于将创新设计与实用功能深度融合，全力打造契合当下消费者审美与需求的年轻、时尚、高端文具产品。目前齐心自有品牌已构建涵盖齐心办公、齐心文具、齐心文创、V'mo、Compera 等多元化品牌体系，满足消费者的个性化需求。其中，齐心文创始终秉持“传承与传播中华文化”的品牌使命，与吾皇猫、山海经、小狗蛇、神烦鸟、卡皮巴拉 TATA 等众多优质 IP 展开深度合作，以文创产品为载体，将萌趣可爱的 IP 形象巧妙融入文具产品中，实现了实用性与趣味性的结合。超高人气 IP 卡皮巴拉 TATA 和吾皇猫，为消费者提供愉悦、轻松的情绪价值，建立独特的情感共鸣。

此外公司积极打造品牌出海。齐心品牌正将跨境电商作为开拓海外销量的重要渠道，通过亚马逊开启了全球布局的双重入口，一方面利用亚马逊企业购触达海外优质的企业客户，把握跨境商采的机遇；另一方面借助创新的营销手段触达 C 端消费者，主动探索“B 端起步，C 端突围”的全新路径。同时，齐心智磐 AI 大模型深入到跨境电商场景，优化订单处理、图片处理、文案创作、数据分析等环节，驱动运营、营销和供应链向更智能化方向发展。除亚马逊外公司同 eBay、Shopee 等国际电商平台也建立起深度合作，目前产品已覆盖全球多个国家和地区，2024 年国际业务营收突破 6.57 亿元，在欧美、东南亚办公文具细分市场的占有率稳居前列，积累了“Qixin”“Comix”等多个具有国际影响力的品牌口碑。

► 控费优异，盈利同比提升

盈利能力方面，2025Q3 公司毛利率、净利率分别为 8.97%、1.83%，同比分别+1.52pct、+0.03pct。期间费用方面，2025Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.53%/1.35%/0.42%/-0.12%，同比分别+0.36pct/+0.18pct/+0.05pct/+0.23pct。综合作用下净利率同比+0.03pct 至 1.83%。

► 好视通减值完毕，前三季度达成股权激励利润端目标

收购好视通形成的商誉已于 2024 年减值完毕，预计未来公司业绩不会再受此部分拖累。另外公司近期发布员工持股计划，凸显未来坚定的发展信心。拟以 3.6 元/股向董事、高级管理人员、中层管理人员、核心业务技术骨干员工和关键岗位员工合计不超过 180 人授予 960 万股股份，占公司当前总股本的 1.33%。业绩考核目标以 2024 年营收/归母净利润为基数，2025 年营收增长不低于 3%或归母净利润不低于 1.4 亿元（增长率 123%），2026 年营收增长不低于 8%或归母净利润不低于 1.8 亿元（增长率 187%）。结合 2025 三季报情况，公司达成股权激励利润端目标。

投资建议

公司是国内 B2B 办公物资领域的领跑者公司，中央企客户储备丰富，有助于公司长期业绩的稳定发展，并且预计随着自有品牌占比提升、MRO 工业品及员工福利等高附加值产品业务规模的逐渐放量，盈利能力有望逐步提升。我们维持此前盈利预测，预计 25-27 年营收 119.61/125.57/131.84 亿元，EPS 为 0.21/0.27/0.32 元/股，对应 2025 年 10 月 28 日 6.4 元/股收盘价，PE 分别为 31X/24X/20X，维持“买入”评级。

风险提示

1) 宏观经济景气度不及预期，2) 行业竞争加剧，3) 公司经营改善不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,099	11,397	11,961	12,557	13,184
YoY (%)	28.6%	2.7%	5.0%	5.0%	5.0%
归母净利润(百万元)	77	63	151	194	231
YoY (%)	-39.4%	-18.3%	139.8%	29.0%	19.0%
毛利率 (%)	8.4%	8.6%	8.7%	8.9%	9.0%
每股收益(元)	0.11	0.09	0.21	0.27	0.32
ROE	2.5%	2.0%	4.7%	5.8%	6.6%
市盈率	58.18	71.11	30.65	23.76	19.96

资料来源：wind, 华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

分析师：吴菲菲

邮箱：wuff@hx168.com.cn

SAC NO: S1120525090001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,397	11,961	12,557	13,184	净利润	52	126	162	193
YoY (%)	2.7%	5.0%	5.0%	5.0%	折旧和摊销	96	71	73	72
营业成本	10,418	10,917	11,444	12,000	营运资金变动	42	-116	39	41
营业税金及附加	49	53	50	56	经营活动现金流	245	88	276	309
销售费用	569	610	628	646	资本开支	-31	-4	-19	-19
管理费用	183	191	201	211	投资	-7	-10	-5	-5
财务费用	-65	0	0	0	投资活动现金流	-39	58	-29	-29
研发费用	49	50	51	53	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-86	0	0	0	债务募资	-81	32	0	0
投资收益	-3	-3	-3	-3	筹资活动现金流	11	15	-64	-76
营业利润	85	149	193	229	现金净流量	235	169	184	203
营业外收支	-8	0	0	0					
利润总额	77	149	193	229	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	25	24	31	37	成长能力 (%)				
净利润	52	126	162	193	营业收入增长率	2.7%	5.0%	5.0%	5.0%
归属于母公司净利润	63	151	194	231	净利润增长率	-18.3%	139.8%	29.0%	19.0%
YoY (%)	-18.3%	139.8%	29.0%	19.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.09	0.21	0.27	0.32	毛利率	8.6%	8.7%	8.9%	9.0%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润率	0.6%	1.3%	1.5%	1.8%
货币资金	3,441	3,609	3,793	3,997	总资产收益率 ROA	0.6%	1.5%	1.9%	2.2%
预付款项	149	153	160	168	净资产收益率 ROE	2.0%	4.7%	5.8%	6.6%
存货	210	227	238	250	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3,139	3,330	3,497	3,673	流动比率	1.42	1.47	1.48	1.49
流动资产合计	6,939	7,320	7,689	8,088	速动比率	1.34	1.38	1.39	1.40
长期股权投资	29	29	29	29	现金比率	0.70	0.72	0.73	0.74
固定资产	430	399	375	350	资产负债率	61.6%	61.3%	61.6%	61.8%
无形资产	139	116	94	71	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,057	905	853	802	总资产周转率	1.40	1.47	1.50	1.51
资产合计	7,996	8,225	8,542	8,890	每股指标 (元)				
短期借款	371	371	371	371	每股收益	0.09	0.21	0.27	0.32
应付账款及票据	4,217	4,276	4,482	4,700	每股净资产	4.26	4.46	4.64	4.85
其他流动负债	295	339	352	366	每股经营现金流	0.34	0.12	0.38	0.43
流动负债合计	4,883	4,986	5,206	5,437	每股股利	0.07	0.07	0.09	0.11
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	44	54	54	54	PE	71.11	30.65	23.76	19.96
非流动负债合计	44	54	54	54	PB	1.67	1.44	1.38	1.32
负债合计	4,927	5,040	5,260	5,491					
股本	721	721	721	721					
少数股东权益	-7	-32	-64	-103					
股东权益合计	3,069	3,185	3,283	3,399					
负债和股东权益合计	7,996	8,225	8,542	8,890					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。